



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas

Públicas

Departamento de Administração

LUIZA LOPES ROSENDO

**A RENTABILIDADE DAS CORRETORAS DE TÍTULOS E
VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL: ESTUDO NO
PERÍODO DE 2016 A 2018**

Brasília – DF

2019

LUIZA LOPES ROSENDO

**A RENTABILIDADE DAS CORRETORAS DE TÍTULOS E VALORES
MOBILIÁRIOS NO BRASIL: ESTUDO NO PERÍODO DE 2016 A 2018**

Monografia apresentada ao curso de
Administração da Universidade de Brasília
como requisito parcial para a obtenção do
grau de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Prof. Dr. Carlos André
de Melo Alves

LUIZA LOPES ROSENDO

**A RENTABILIDADE DAS CORRETORAS DE TÍTULOS E VALORES
MOBILIÁRIOS NO BRASIL: ESTUDO NO PERÍODO DE 2016 A 2018**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de
Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília da
aluna

Luiza Lopes Rosendo

Doutor, Carlos André de Melo Alves.

Professor-Orientador

Doutora, Olinda Gomes Lesses.

Examinadora.

Doutor, Antônio Marcos Fonte
Guimarães.

Examinador.

Brasília, 21 de novembro de 2019

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, que sempre estiveram ao meu lado apoiando e protegendo.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família pelo apoio ao decorrer de minha vida, aos meus amigos por serem meu porto seguro e ao meu professor e orientador Carlos André de Melo Alves pela ajuda, pelo apoio e por sempre estar disponível quando eu precisava.

RESUMO

O objetivo do trabalho foi investigar a rentabilidade das corretoras de títulos e valores mobiliários no período de junho de 2016 a junho de 2018. Trata-se de um estudo descritivo com abordagem quantitativa. A amostra não probabilística foi composta por 56 Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários, constantes do relatório do IF.data publicado pelo Banco Central do Brasil, em datas-base de dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018. Os dados coletados foram obtidos na data-base de 31 de dezembro, considerando o último balancete de cada ano do período analisado. Para cada corretora e em cada ano, foram auferidas as rentabilidades a partir do cálculo do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido. As análises consideraram a segmentação das corretoras da amostra em controle nacional e estrangeiro, se são integrantes ou não de conglomerado e segundo o porte individual ano a ano com base nos ativos totais. Empregaram-se as estatísticas descritiva e inferencial, com base nos seguintes testes: Teste de Shapiro-Wilk, Teste Kolmogorov-Smirnov, Teste U de Mann-Whitney, Anova de Friedman, Teste de Postos com sinal de Wilcoxon e Correlação de Spearman. No geral, houve diferenças significativas na rentabilidade da data-base de dezembro de 2016 e a rentabilidade da data-base de dezembro de 2017. Embora a estatística descritiva tenha apresentado indícios de diferenças quanto à rentabilidade de corretoras independentes e corretoras pertencentes a conglomerados, os resultados da estatística inferencial indicaram, em geral, que essas diferenças foram significativas apenas na data-base de dezembro de 2016. Adicionalmente, houve diferenças significativas entre as rentabilidades das corretoras com controle estrangeiro e com controle nacional apenas na data base de dezembro de 2017. Os resultados encontrados revelaram que não existe uma correlação entre o porte e a rentabilidade nas datas-base analisadas. O estudo é inédito e seus resultados podem ser reproduzidos para outras pesquisas na área, além de auxiliar os acadêmicos e outras partes interessadas, tais como tomadores de decisão nas instituições financeiras.

Palavras-chave: Rentabilidade. Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários. Mercado Financeiro

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Comparação em ativos totais	26
--	-----------

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1: Retorno sobre o Patrimônio Líquido	23
--	-----------

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: normas do SFN	17
Quadro 2: amostra das 56 CTVM	25

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Análise descritiva do RSPL para amostra total.....	29
Tabela 2: Teste Kolmogorov-Smirnov para amostra total	30
Tabela 3: Teste Anova de Friedman para amostra total	30
Tabela 4: Testes de postos com sinal de Wilcoxon para Amostra total	31
Tabela 5: Análise descritiva do RSPL de CTVM de Controle Nacional	32
Tabela 6: Teste Kolmogorov-Smirnov por Controle Nacional.....	32
Tabela 7: Teste Anova de Friedman por Controle Nacional	33
Tabela 8: Análise descritiva do RSPL das CTVM de Controle Estrangeiro.....	33
Tabela 9: Teste Shapiro Wilk por Controle Estrangeiro	34
Tabela 10: Teste Anova de Friedman por CTVM de Controle Estrangeiro	34
Tabela 11: Teste de postos com sinal de Wilcoxon por CTVM de Controle Estrangeiro	35
Tabela 12: Teste U de Mann-Whitney por tipo de controle.....	35
Tabela 13: Análise descritiva do RSPL de CTVM independentes	37
Tabela 14: Teste de Shapiro-Wilk por CTVM independentes	37
Tabela 15: Teste Anova de Friedman por CTVM independentes	38
Tabela 16: Análise descritiva do RSPL de CTVM integrantes de conglomerados	38
Tabela 17: Teste Shapiro-Wilk por CTVM integrantes de conglomerados.....	39
Tabela 18: Teste Anova de Friedman por integrante de conglomerado.....	39
Tabela 19: Teste de postos com sinal de Wilcoxon por CTVM integrante de conglomerado.....	40
Tabela 20: Teste U de Mann-Whitney por independência ou integrante de conglomerado.....	41
Tabela 21: Correlação de Spearman por porte	42

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB	—	Banco Central do Brasil
CMN	—	Conselho Monetário Nacional
TVM	—	Títulos e Valores Mobiliários
CTVM	—	Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários
DTVM	—	Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários
ROE	—	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROA	—	Retorno sobre o Ativo
ROI	—	Retorno sobre o Investimento
RSC	—	Responsabilidade Social Corporativa
RSPL	—	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido
SFN	—	Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	13
1.2	FORMULAÇÃO DO PROBLEMA	14
1.3	OBJETIVO GERAL	15
1.4	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	15
1.5	JUSTIFICATIVA	15
2	REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1	CORRETORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	17
2.2	RENTABILIDADE	20
3	METODOLOGIA	24
3.1	Tipo e Descrição Geral da Pesquisa	24
3.2	Caracterização do Setor e Área Objeto de Estudo	24
3.3	População e Amostra	24
3.4	Procedimentos de Coleta e de Análise de Dados	26
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	28
4.1	Análise da rentabilidade	28
4.2	Análise de comparação entre a rentabilidade e o tipo de controle	31
4.3	Análise da Comparação entre a rentabilidade das CTVM independentes com a rentabilidade das CTVM integrantes de conglomerados	36
4.4	Análise da associação entre a rentabilidade e o porte das CTVM	41
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	44
	REFERÊNCIAS	47
	Apêndice 1 — Quadro Amostra Completa	51
	Apêndice 2 — Testes Estatísticos do Estudo	56
	Apêndice 3 — Tabela RSPL 2016, 2017 e 2018	57

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O mercado de capitais no Brasil, até a década de 1960, teve o seu desenvolvimento limitado. Pouco se falava em ativos do mercado mobiliário como investimento e títulos públicos e privados dificilmente faziam parte do patrimônio das famílias. Os brasileiros investiam o seu capital em ativos reais e tangíveis, como o mercado de imóveis (CVM, 2019).

A partir de 1964, aconteceram importantes mudanças na economia nacional, entre elas alterações no mercado financeiro por meio da edição de leis. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários — CVM, as mudanças advindas trouxeram novos horizontes e diretrizes para o mercado de capitais, como a criação do Conselho Monetário Nacional — CMN, o Banco Central do Brasil — BCB e a CVM, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento (BRASIL, 1964). O artigo 1º da Lei nº 4.595 de 1964 expressamente prevê que o Sistema Financeiro Nacional será constituído pelos seguintes órgãos e entidades: CMN, BCB, Banco do Brasil S.A., Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e pelas demais instituições financeiras públicas e privadas. A Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965 conferiu ao BCB competência para autorizar a constituição da Bolsa de Valores Brasileira (GOMES, 2018). Outra lei importante foi a Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM.

A introdução da legislação referida no parágrafo anterior resultou em diversas modificações no mercado financeiro, inclusive na criação das sociedades corretoras de câmbio, das Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM) e das sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM). Todas essas entidades são reguladas pelo CMN e supervisionadas pelo BCB, mas as corretoras de câmbio atuam no mercado cambial e as DTVM e CTVM atuam nos mercados financeiro e de capitais, intermediando a negociação de títulos e valores mobiliários entre investidores e tomadores de recursos (BCB, 2009). As CTVM e DTVM estão sujeitas, ainda, a regras da CVM relativas à intermediação no mercado de valores mobiliários.

No contexto das CTVM, deve-se também compreender indicadores econômico-financeiros que auxiliam o entendimento da rentabilidade e lucratividade dessas entidades. Para identificar o desempenho de seus negócios, as empresas analisam a

rentabilidade. Essa análise pode ser feita com base no resultado econômico de vendas e investimentos, mais especificamente o Retorno sobre o Patrimônio Líquido — RSPL (ASSAF NETO, 2012).

As CTVM podem ser segmentadas de acordo com o tipo de controle, sendo nacional ou estrangeiro, se são ou não integrantes de conglomerado¹ e segundo o porte individual. Essas variáveis também são conhecidas como variáveis de governança corporativa (IBGC, 2009). Quanto ao porte, é possível identificar mais de um critério para operacionalizá-lo, podendo contemplar dados contábeis ou informações cadastrais (ALVES; MACHADO FILHO; ROCHA, 2015). Quanto ao tipo de controle, a literatura mostra segmentação entre público e privado e estrangeiro e nacional (OLIVEIRA E ALVES, 2016).

Assim posto, é possível observar a evolução do segmento das CTVM no mercado de capitais brasileiro. Tal investigação pode, inclusive, explorar métricas relativas ao desempenho delas, como a rentabilidade. Com base nesse contexto, esta é uma pesquisa para atrelar a rentabilidade das CTVM e determinadas variáveis de governança corporativa, como porte e tipo de controle, avaliando inclusive se tal rentabilidade pode variar no caso de as CTVM pertencerem ou não a conglomerados. Tal investigação pode ajudar a melhor entender o segmento e sua atuação no mercado de valores mobiliários e no mercado financeiro de uma maneira mais ampla.

1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA

As pesquisas sobre mercado de valores mobiliários podem abordar a Análise Fundamentalista, buscando compreender rentabilidades de segmentos de instituições financeiras que atuam nesse mercado. Conforme citado na seção 1.1, as instituições que atuam nesse mercado e que prestam serviços a diversos clientes são as CTVM.

O que se observou nos últimos anos, com o aprimoramento da forma de apresentação de dados sobre as CTVM, como aqueles disponibilizados no IF.data trimestralmente, é o favorecimento das condições para uma análise de um conjunto de informações sobre tais instituições, inclusive sobre o desempenho delas e sua rentabilidade (BCB, 2019).

Portanto, existe a oportunidade para se investigar a rentabilidade das CTVM.

¹ Caracteriza-se como conglomerado aquele conjunto de empresas que atua basicamente nos diversos segmentos (MINELLA, 2003).

Em adição, considerando a acessibilidade dos dados históricos, pode-se investigar a rentabilidade no período de 2016 a 2018, procurando compreender a sua evolução e analisando se variáveis de governança (como o porte e o tipo de controle) podem ajudar a melhor entender o comportamento dessa rentabilidade, considerando o pertencimento a conglomerados ou atuação de forma independente.

Diante do exposto nos parágrafos anteriores dessa seção e da seção 1.1, propõe-se o seguinte problema de pesquisa: **qual a rentabilidade das corretoras de títulos e valores mobiliários no período de 2016 a 2018?**

1.3 OBJETIVO GERAL

O objetivo deste trabalho é investigar a rentabilidade das Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários no período de junho de 2016 a junho de 2018.

1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Apurar a rentabilidade de cada corretora de títulos e valores mobiliários no período de 2016 a 2018;
- Comparar a rentabilidade apurada de acordo com o tipo de controle das Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários;
- Comparar a rentabilidade das corretoras independentes com a rentabilidade das corretoras integrantes de conglomerados;
- Verificar a existência ou não de associação entre a rentabilidade e o porte das corretoras no período de 2016 a 2018.

1.5 JUSTIFICATIVA

Na perspectiva teórica, existem pesquisas que investigam a diferenciação de bancos individuais e bancos integrantes de conglomerados (CARDOSO; AZEVEDO; BARBOSA, 2016). Este trabalho diferencia-se por abordar o assunto em relação às CTVM no Brasil. Assim, pode prestar uma contribuição para o estudo da concorrência no mercado financeiro brasileiro, em especial no mercado de valores mobiliários.

Em adição, o estudo de variáveis de governança como porte e tipo de controle já existe na literatura, em especial aplicado ao estudo em bancos, no qual efetua-se estudo descritivo com abordagem predominantemente qualitativa, analisando-se o

conteúdo da documentação pública relativa às instituições. De modo a subsidiar o estudo, busca-se verificar se tais características apresentam diferenças, considerando porte, tipo de controle e tipo de listagem dessas instituições no país (ALVES; MACHADO FILHO; ROCHA, 2015).

Este trabalho, por sua vez, avança na aplicação dessas variáveis em análises ao abordar a rentabilidade de CTVM, contribuindo também para o estudo de variáveis de governança corporativa em segmentos do Sistema Financeiro Nacional (SFN) que se diferenciam dos bancos. Aproveita-se, inclusive, os dados coletados trimestralmente pelo BCB que contribuem como fonte útil para as análises.

Por fim, na perspectiva prática, este trabalho poderá auxiliar diversas partes interessadas a melhor entender a rentabilidade das CTVM, tais como clientes e usuários interessados nos serviços por elas oferecidos, gestores, reguladores, supervisores das atividades de tais entidades, como BCB e CVM, e acadêmicos interessados em aprofundar pesquisas no tema, especialmente os pesquisadores interessados em melhor entender as rentabilidades de entidades atuantes no mercado de valores mobiliários no Brasil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta o referencial teórico. Inicialmente, na seção 2.1, são abordadas as CTVM. A seção 2.2, por sua vez, apresenta a rentabilidade.

2.1 CORRETORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS

O artigo 1º da Lei nº 4.595 de 1964 expressamente prevê que o SFN estruturasse em órgãos normativos, entidades supervisoras e operadores (FIGUEIREDO, 2016). Aos órgãos normativos compete disciplinar, regulamentar e estabelecer as políticas públicas para o setor e às entidades supervisoras compete a fiscalização dos entes operadores. Um segmento desses operadores é composto pelas CTVM.

No quadro a seguir constam normas importantes que regem o funcionamento das CTVM, que são reguladas pelo CMN e reguladas e supervisionadas pelo BCB e pela CVM. (BCB, 2019).

Quadro 1: normas do SFN

Resoluções editadas pelo Conselho Monetário Nacional	Descrição
Resolução nº 1.655 de 26 de outubro de 1989.	Disciplina a constituição, a organização e o funcionamento das sociedades corretoras de valores mobiliários.
Resolução nº 1.120 de 4 de abril de 1986.	Regulamenta a constituição, organização e o funcionamento das sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários.
Decisão Conjunta nº 17 de 02 de março de 2009.	Autoriza as sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores.

Fonte: BCB, 2019.

Com a Decisão Conjunta nº 17, que autorizou as distribuidoras a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores, eliminou-se a principal diferença entre as CTVM e as DTVM, que hoje podem realizar praticamente as mesmas operações (BANCO CENTRAL DO BRASIL, s.d.)

As corretoras de câmbio, por sua vez, atuam exclusivamente no mercado de câmbio, intermediando operações entre clientes e bancos ou comprando e vendendo moedas estrangeiras de ou para seus clientes, diretamente ou através de

correspondentes cambiais (empresas contratadas por instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo Banco Central para a prestação de serviços de atendimento no mercado de câmbio). Também podem comprar ou vender moedas estrangeiras de ou para outras instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio (BCB, 2009).

Segundo Mallmann (2015), as CTVM são entidades voltadas para investimentos que têm como atividade principal ou acessória a intermediação de operações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, como é o caso dos mercados de bolsa e de balcão (organizado ou não). Esse serviço consiste na execução de ordens de compra e venda de valores mobiliários para seus clientes (CVM, 2019). Por meio das CTVM, os investidores podem acessar investimentos comercializados em bolsa e assim ter maior número de opções para rentabilizar e diversificar sua carteira de investimentos (ANDRADE, 2017).

Uma CTVM não oferece empréstimos, financiamentos, cartões de crédito ou pagamentos, mas opções para aplicar dinheiro e fazê-lo render. A CTVM faz mediação entre o investidor e algum tipo de instituição, como bancos, bolsa de valores ou ainda fundos de investimentos (MALLMANN, 2015).

Segundo Andrade (2017), a partir de 2012 constatou-se que a consolidação das CTVM cresceu significativamente no Brasil. Novos conglomerados, através de aquisições e fusões, possibilitaram a reestruturação do segmento de CTVM, alterando a forma dos serviços oferecidos para o público.

Portanto, considerar aquisições e fusões é determinante para a análise do porte de cada CTVM. É possível identificar mais de um critério para operacionalizar o porte, contemplando dados contábeis. São exemplos de critérios para o porte, segundo dados contábeis: ativos totais e patrimônio líquido. (BACEN, 2011c, 2011d).

Consequentemente, estudos estão relacionando o risco e o porte, já que muitas vezes as instituições de porte médio, na tentativa de chamar a atenção dos possíveis interessados, oferecem taxas de rentabilidade mais atrativas. Assim, a autoridade monetária torna a regulação mais compatível com o porte e o perfil de risco da instituição financeira, sem prejuízo da segurança, além de resguardar a solidez das instituições financeiras com maior eficiência e menor custo de observância. (TRAPP, 2005) e (LUIZ, 2005).

A difusão de serviços e novas tecnologias nesse setor estão afetando a estrutura de mercados emergentes principalmente no impacto dos custos e nas

formas de aplicação, favorecendo assim instituições menores, tais como as CTVM. Sabe-se que em estruturas virtuais já são possíveis aplicações no mercado financeiro, o que prejudica grandes instituições que construíram em anos grandes estruturas físicas e tiveram aumento em seu custo de manutenção (HAWKINS; MIHALJEK, 2001).

Os autores Berger (2007) e Pereira (2014) testaram a teoria de eficiência usada para explicar a consolidação dos bancos americanos e brasileiros em períodos diversos. De acordo com a teoria de eficiência, o progresso tecnológico melhorou o desempenho das grandes CTVM frente às pequenas. No Brasil, a exemplo de outros países, a hipótese de eficiência pela tecnologia é reforçada por outros fatores que criam pressões competitivas, como o crescimento do setor estrangeiro, crises, mudanças regulatórias e a interdependência entre bolsas e bancos (ANDRADE, 2017).

Segundo Makler e Ness (2002) e Minella (2007), um aspecto importante a ser destacado no mercado financeiro brasileiro é a grande concentração dos recursos em algumas poucas instituições. Os conglomerados no Brasil contemplam instituições financeiras diversas, o que possibilita atuação em nichos de mercado com instituições específicas, como as CTVM e as de seguros ou até mesmo participação em cotas de capital minoritários de outras empresas (TEIXEIRA, 1984).

Conforme citado na introdução, as CTVM podem ser ligadas a um conglomerado ou independentes. Verifica-se que aquelas pertencentes a um conglomerado podem ser beneficiadas pela participação maior no mercado e clientes já conquistados pelas demais instituições do conglomerado, o que pode influenciar a cobrança de taxas para ofertar serviços. Já as CTVM independentes, por sua vez, precisam destacar-se no mercado, e o sucesso dos investimentos e a satisfação de seus clientes são pontos essenciais para conquistar reconhecimento (GOMES, 2018).

No Brasil, a consolidação das CTVM realçou forças inerentes à escolha estratégica de se aprimorar internamente, como é o caso do investimento tecnológico. Da mesma forma, respondeu às forças ativas do mercado, seja pelas crises e eventos ou mesmo pelo grau de interdependência com os demais setores financeiros (ANDRADE, 2017).

Conforme Gomes (2018), empresas grandes pertencentes a conglomerados geralmente apresentam custos mais elevados, só têm acesso aos melhores produtos e clientes com grande patrimônio e, ainda assim, em grande parte dos casos, esses

investidores poderiam encontrar ofertas melhores em plataformas de CTVM independentes. Em geral, as CTVM oferecem apenas investimentos com a bandeira do próprio banco, limitando o acesso a outros ativos que poderiam ser mais rentáveis e fazendo existir a possibilidade de haver conflito de interesses.

Quanto ao porte, o BCB classifica as instituições financeiras em seis categorias quanto ao tipo de controle: capital estrangeiro, privado nacional, privado nacional com controle estrangeiro, privado nacional com participação estrangeira, público federal e público estadual.

Quanto aos critérios para a classificação, é importante ressaltar que as instituições classificadas como capital estrangeiro são filiais de instituições cuja matriz situa-se em outro país. As classificadas como privado nacional com controle estrangeiro são as que possuem participação estrangeira maior ou igual a 50% do capital votante. Por outro lado, privado nacional com participação estrangeira engloba aquelas instituições que possuem participação estrangeira maior que 10% e menor que 50% do capital votante (CARNEIRO; SALGADO JR; MACORIS, 2016).

Para Freitas (2011), parte significativa do processo de entrada do capital estrangeiro aconteceu por meio das autorizações para transferência de controle de instituições nacionais a grupos estrangeiros (bancos e suas controladas, além de outras instituições não ligadas a grupos bancários), o que determinou a diminuição do número de bancos nacionais com participação minoritária estrangeira e do número de bancos de capital nacional, incluindo a instalação de novas instituições bancárias e autorizações para transformação em bancos de instituições financeiras não bancárias sob controle estrangeiro (CTVM, distribuidoras ou *leasings*).

A tendência de aumento da presença estrangeira nos sistemas financeiros dos países periféricos acontece a partir da estratégia mais geral das instituições bancárias de substituir as operações de crédito bancário tradicionais por serviços relacionados ao mercado de capitais, cujas comissões são a principal fonte de rentabilidade (FREITAS, 2011). A rentabilidade, em especial das CTVM, será descrita na sequência.

2.2 RENTABILIDADE

Esta seção trata da rentabilidade. Inicialmente, apresenta-se uma visão geral sobre análise das demonstrações contábeis, seguida da explanação sobre

indicadores baseados nas demonstrações contábeis, em especial os indicadores de rentabilidade.

De acordo com Pinheiro (2014), a análise de demonstrações contábeis tem como objetivo examinar e avaliar o comportamento de uma empresa sob os aspectos econômico-financeiros, representando um recurso importante para a compreensão do valor da empresa e seu posicionamento dentro do setor ou setores de atuação.

A análise de demonstrações financeiras é útil tanto para analistas internos quanto para analistas externos à organização. Para os analistas internos, essa apreciação permite visualizar a condição geral da organização, antevendo condições futuras, bem como ponto de partida para o planejamento de ações. Por outro lado, para os analistas externos, a referida análise tem como objetivo a previsão de futuro, avaliando possíveis pontos de investimentos (FILHO, 2007).

Dessa forma, o mesmo autor afirma que a contribuição da análise de demonstrações financeiras para a tomada de decisão é notória, uma vez que expõe aspectos relevantes a respeito da organização, tais como situação financeira e econômica, desempenho, pontos fortes e fracos, adequação das fontes às aplicações de recursos, evidências de erros na administração, avaliação de alternativas econômico-financeiras futuras e outras.

A análise financeira baseada em índices tem o intuito de nortear o bom desempenho da organização, além de ser eminentemente prática. Segundo Rogers (2006), a análise de informações contábeis divulgadas pelas empresas, em geral, norteia os investidores internacionais na aplicação de seus recursos financeiros.

De acordo com Pinheiro (2014) e Assaf Neto (2012), esse tipo de análise de informações contábeis pode ser excludente, principalmente no que se refere a uma visão global da situação da empresa. No entanto, a divisão da análise decorrente do uso de índices financeiros pode contribuir para o melhor entendimento da atividade de intermediação.

O autor Assaf Neto diz:

O enfoque segundo o qual a análise das demonstrações financeiras é desenvolvida pode variar conforme o interesse do analista. Por exemplo, o administrador da empresa, ao medir periodicamente seus resultados, procura avaliar, na realidade, o impacto determinado pelas decisões financeiras sobre o desempenho global da empresa. (ASSAF NETO, 2011, p. 216).

As diferentes análises podem ser baseadas em índices, tais como os de liquidez, de endividamento e de rentabilidade. Os índices básicos de rentabilidade

serão detalhados na sequência.

Os índices de rentabilidade mostram-se condicionados pela estratégia praticada pela empresa. Nesse sentido, rentabilidade e liquidez são resultados ou consequências e, portanto, a integração desses fatores deve conduzir a organização a objetivos flexíveis (PIMENTEL; BRAGA; CASA NOVA, 2005).

A análise das demonstrações financeiras com base em índices de rentabilidade contempla o estudo dos seguintes índices: 1. Retorno sobre o Ativo — ROA; 2. Retorno sobre o Investimento — ROI; e 3. *Return on Equity* — ROE, também chamado Retorno sobre o Patrimônio Líquido — RSPL. Tais índices buscam medir a atuação da organização no mercado e reaver a capacidade do valor investido (VIEIRA et al., 2011).

O ROA significa a “taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos” e “é o resultado gerado exclusivamente pelas decisões de ativos” (ASSAF NETO, 2009). O uso do ROA pode proporcionar alguns benefícios, segundo Wernke (2008): a identificação de como a margem do lucro aumenta ou se deteriora; a possibilidade de medir a eficiência dos ativos permanentes em produzir vendas; possibilidade de avaliar a gestão do capital de giro por intermédio de indicadores mensurados em dias; faculta o estabelecimento de medidas que aferem a habilidade do gestor para controlar custos e despesas em função do volume de vendas; propicia a comparação das medidas de eficiência citadas anteriormente e estabelece o patamar máximo de custo de captação de recursos que a empresa pode suportar.

De acordo com Wernke (2008), o interesse pelo ROI deve-se ao fato de que ele combina fatores de lucratividade (como receitas, custos e investimentos) e os transforma em taxa percentual. Por isso, é possível o compará-lo com a taxa de retorno de outros investimentos, sejam eles internos ou externos à companhia.

O índice de rentabilidade é o resultado do capital investido e é composto pelos recursos (passivos) onerosos (dívidas da empresa que produzem juros) captados pela empresa junto a credores e os recursos próprios aplicados por seus proprietários (acionistas), cujos valores são registrados em contas do Patrimônio Líquido (ASSAF NETO).

Segundo Wernke (2008, p. 267), “o ROE evidencia o retorno do capital próprio (PL) aplicado na empresa”. Ou seja, os acionistas são os que mais se interessam em acompanhar o desempenho desse indicador, uma vez que se trata do retorno do

investimento que foi feito, analisando se foi superior às alternativas ou se ultrapassou as taxas de rendimento do mercado financeiro.

O RSPL é uma das principais medidas de rentabilidade, pois afere a decisão do acionista de investir seu capital na empresa em vez de aplicá-lo em uma alternativa de mesmo risco (GABRIEL; ASSAF NETO; CORRAR, 2005). Nesse trabalho utilizaremos o cálculo do RSPL, que compõe os indicadores de rentabilidade e lucratividade e é um índice encontrado pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido, conforme a Equação 1 (ASSAF NETO, 2012).

Equação 1: Retorno sobre o Patrimônio Líquido

$$RSPL = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Fonte: ASSAF NETO, 2012.

O RSPL identifica os resultados globais auferidos pela gerência na gestão de recursos próprios e de terceiros em benefício dos acionistas. Para seu cálculo, utiliza-se o lucro líquido como numerador e o patrimônio líquido como denominador. (GABRIEL; ASSAF NETO; CORRAR, 2005). Segundo Assaf Neto (2012), recomenda-se para o cálculo do RSPL o uso do lucro líquido final, descontando impostos e taxaões. Já o patrimônio líquido representa o volume dos recursos próprios da empresa pertencentes a seus acionistas ou sócios.

O objetivo dos índices de rentabilidade é demonstrar o retorno do investimento. O RSPL, em particular, indica quanto a empresa proporcionou de retorno sobre os recursos investidos pelos sócios ou acionistas. Adicionalmente, o RSPL é uma das principais medidas de rentabilidade, pois afere a decisão do acionista de investir seu capital na empresa em vez de aplicá-lo em uma alternativa de mesmo risco (GABRIEL; ASSAF NETO; CORRAR, 2005). Considerando esses argumentos, nesta pesquisa priorizou-se o uso do RSPL como indicador de rentabilidade a ser empregado na parte empírica, como será exposto nos capítulos seguintes.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipo e Descrição Geral da Pesquisa

A pesquisa realizada no presente trabalho tem caráter descritivo, visto que busca descrever características de uma população ou fenômeno (CARDOSO; AZEVEDO; BARBOSA, 2016). Adicionalmente, possui uma abordagem quantitativa.

3.2 Caracterização do Setor e Área Objeto de Estudo

Considerando as intuições do segmento especificado para distribuição e negociação de valores mobiliários, CTVM e DTVM, respectivamente, existiam 162 intuições autorizadas na data-base de dezembro de 2018, representando 56.131.406 milhões em ativos totais (BCB, 2018). Nesse mesmo ano de 2018, o número de entidades reguladas pela CVM teve alta de 4,2%, em relação ao ano anterior (CVM, 2018).

3.3 População e Amostra

A população utilizada representa o conjunto das CTVM autorizadas a funcionar entre junho de 2016 e junho de 2018, presentes no relatório do Banco Central do Brasil, o IF.data, que contempla as variáveis tipo de controle, conglomerado pertencente, rentabilidade, lucro líquido, patrimônio líquido e ativos totais. Em dezembro de 2018, o total de CTVM foi de 68 (BCB, 2018).

A amostra é não probabilística por acessibilidade aos dados após a seleção das datas-base (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006). A partir da população, foram retiradas 12 CTVM devido à omissão ou alteração de dados em um ou mais períodos de análise, sendo 4 CTVM com Controle Estrangeiro e 3 de Controle Nacional. Outras 5 CTVM tiveram alteração no que se refere ao conglomerado. Assim, chegou-se à amostra de 56 CTVM (Quadro 2).

O Apêndice 1 mostra, para cada CTVM citada no Quadro 2, os dados relativos ao tipo de controle, além de indicar se integram ou não conglomerados e o valor em ativos totais que aponta o porte de cada uma das CTVM.

Quadro 2: amostra das 56 CTVM

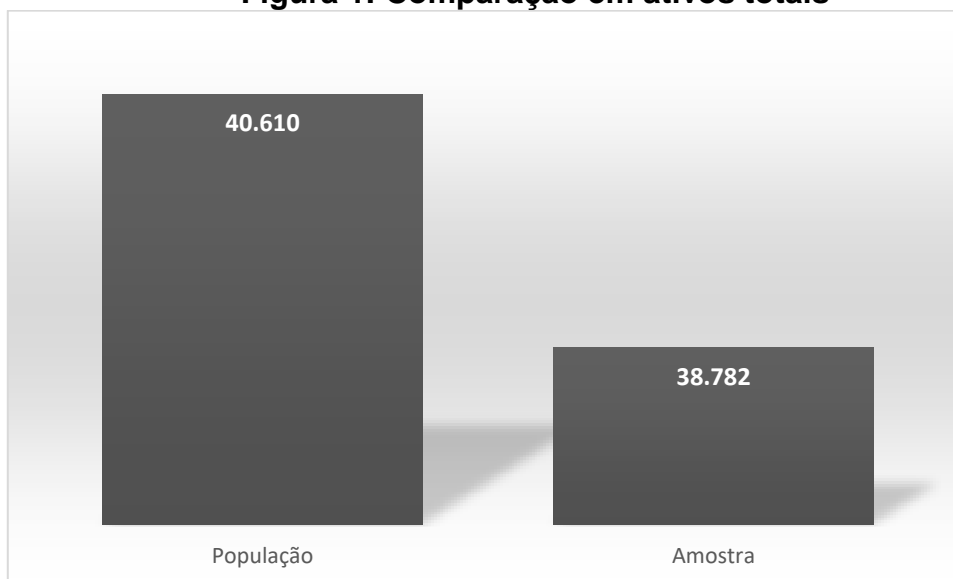
Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Albatross Corretora de Câmbio e Valores S.A.
Alfa Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.
Amaril Franklin Corretora de Títulos e Valores Ltda.
Ativa Investimentos S.A. Corretora de Títulos, Câmbio e Valores.
Banrisul S.A. Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio.
BR Partners Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários.
Brasil Plural Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.
BTG Pactual Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
CGD Investimentos Corretora de Valores e Câmbio S.A.
Citigroup Global Markets Brasil Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Coinvalores Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda.
Corretora Geral de Valores e Câmbio Ltda.
Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários.
Credit Suisse Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A.
Easynvest — Título Corretora de Valores S.A.
Elite Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários Ltda.
Euroinvest S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários.
Fator S.A. — Corretora de Valores.
Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
H.H Picchioni S.A. Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários.
Haitong Securities do Brasil Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.
Hoya Corretora de Valores e Câmbio Ltda.
Infinity Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Ing Corretora de Câmbio e Títulos S.A.
Itaú Corretora de Valores S.A.
J.P. Morgan Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.
Lerosa S.A. Corretora de Valores e Câmbio.
LevyCam — Corretora de Câmbio e Valores Ltda.
Magliano S.A. Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários.
Máxima S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários.
Mercantil do Brasil Corretora S.A. — Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários.
Merrill Lynch S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários.
Mirae Asset Wealth Management (Brazil) Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Morgan Stanley Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Mundinvest S.A. — Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários.
Nova Futura Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Novinvest Corretora de Valores Mobiliários Ltda.
Oliveira Franco Sociedade Corretora de Valores e Câmbio Ltda.
Pilla Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio Ltda.
Planner Corretora de Valores S.A.

Prosper S.A. Corretora de Valores e Câmbio.
RJI Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Santander Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.
Senso Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.
Sita Sociedade Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.
SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda.
Socopa Sociedade Corretora Paulista S.A.
Solidus S.A. Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários.
UBS Brasil Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Um Investimentos S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários.
Uniletra Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.
XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.
CM Capital Markets Corretora de câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Solidez — Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.

Fonte: dados da pesquisa.

A figura 1 apresenta a comparação a partir dos ativos totais da amostra e da população de CTVM com base na data-base de dezembro de 2018, ou seja, a representividade da amostra é de 95% da população.

Figura 1: Comparação em ativos totais



Fonte: dados da pesquisa.
Observação: valores em R\$ milhões.

3.4 Procedimentos de Coleta e de Análise de Dados

Os dados utilizados na pesquisa a respeito das variáveis tipo de controle, se pertence a conglomerado ou é CVTM independente, rentabilidade, lucro líquido e patrimônio líquido foram coletados a partir da base de dados do Banco Central do

Brasil, o IF.data.

Foram coletados os dados no relatório IF.data sobre o tipo de controle, se pertence a conglomerado ou é CTVM independente, rentabilidade, lucro líquido e patrimônio líquido na data-base de 31 de dezembro, considerando o balancete de dezembro de cada ano do período analisado de 2016 a 2018.

Para cada CTVM da amostra e em cada ano foram auferidas as rentabilidades a partir do cálculo do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido citado na Equação 1 da seção 2.2, totalizando o cálculo de 56 rentabilidades, que foram descritas no Apêndice 3. Para atingir os objetivos deste trabalho, a indicação da rentabilidade de cada CTVM individualmente não será necessária nas análises, sendo elas representadas no apêndice por uma sigla.

As análises da rentabilidade das CTVM da amostra consideraram a segmentação em controle nacional e estrangeiro, se é integrante ou não de conglomerado e o porte individual ano a ano com base nos ativos totais, citados no Apêndice 1.

A análise dos dados contemplará as estatísticas descritiva e inferencial. A estatística descritiva empregou a média, moda, mediana, mínimo, máximo, desvio padrão e coeficiente de variação (STEVENSON, 2001). Na análise inferencial foram realizados testes estatísticos para realizar comparações entre CTVM nacionais e estrangeiras, bem como verificar o comportamento das CTVM integrantes ou não de conglomerados (vide Quadro 2).

Para tratamento dos dados, foram utilizadas a estatística descritiva e a estatística inferencial com base nos seguintes testes: Teste de Shapiro-Wilk, Teste Kolmogorov-Smirnov, Teste U de Mann-Whitney, Anova de Friedman, Teste de Postos com sinal de Wilcoxon e Correlação de Spearman, descritos no Apêndice B. Por fim, para elaboração de tabelas descritas nos resultados foram empregados os softwares Microsoft Excel e SPSS versão 23.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Este capítulo apresenta os resultados e discussão da pesquisa. Inicialmente, apresenta-se a análise descritiva da rentabilidade das CTVM (seção 4.1). Na sequência, mostra-se uma comparação da rentabilidade considerando o tipo de controle das CTVM (seção 4.2), seguida por uma comparação entre a rentabilidade das CTVM independentes e a rentabilidade das CTVM integrantes de conglomerados (seção 4.3). Por fim, verifica-se a existência ou não de associação entre a rentabilidade e o porte das CTVM (seção 4.4).

4.1 Análise da rentabilidade

Esta seção apresenta uma análise descritiva e inferencial da rentabilidade das CTVM, considerando as datas-base de dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018.

Inicialmente, o Apêndice 2 exibe os valores de RSPL apurados para cada CTVM da amostra, com base na operacionalização da rentabilidade descrita no capítulo 3 desta pesquisa. Verificam-se que as CTVM apresentaram valores negativos para o RSPL, o que pode ser explicado pelo fato de terem prejuízos reconhecidos em seus resultados nas datas-base estudadas.

As CTVM que apresentaram maior RSPL nas datas-base de dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018 foram C53, C46 e C29, com os valores 0,300, 0,180 e 0,310, respectivamente. De maneira geral, observou-se que a CTVM C53 teve declínio ao longo dos três anos, tendo em 2018 o maior prejuízo entre as CTVM.

A partir dos dados do Apêndice 2, efetuou-se uma análise descritiva da rentabilidade considerando as CTVM da amostra. Os resultados dessa análise são exibidos na Tabela 1.

Tabela 1: Análise descritiva do RSPL para amostra total

Medidas Descritivas	RSPL 2016	RSPL 2017	RSPL 2018
Média	,00	-,14	-,15
Mediana	,35	,02	,01
Moda	,07	,03	,02
Desvio Padrão	,18	,63	1,06
Mínimo	-,71	-4,32	-7,82
Máximo	,30	,18	,31
Coeficiente de variação	,00	-4,28	-6,62

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “RSPL 2016” é o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido em dezembro de 2016, “RSPL 2017” é o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido em dezembro de 2017 e “RSPL 2018” é o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido em dezembro de 2018.

A Tabela 1 apresenta a análise descritiva para o RSPL. A média e mediana para as CTVM em dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018 foram de -0,0039, -0,1515 e -0,1635, respectivamente. Observa-se que o coeficiente de variação ao longo das três datas-base apresenta uma tendência de queda. O coeficiente de variação apresentou em dezembro de 2018 o valor de -6,62.

Após a análise descritiva, efetuou-se uma análise inferencial dos dados das rentabilidades das CTVM da amostra. Inicialmente, a partir das rentabilidades citadas no Apêndice 2, verificou-se a existência ou não de normalidade das distribuições nas datas-base de dezembro de 2016 a 2018. Para isso, utilizou-se o Teste de Kolmogorov-Smirnov, que deve ser realizado para amostragens maiores do que 30.

A hipótese nula dos testes citados no parágrafo anterior foi a de que a amostra provém de uma população normal e a hipótese alternativa foi a de que a amostra não provém de uma população normal. Também utilizou-se do Teste de Kolmogorov-Smirnov para averiguar se a amostra poderia ser considerada como proveniente de uma população com uma determinada distribuição normal. Os resultados dispostos na Tabela 2 sugerem a rejeição da hipótese nula no nível de 5%, ou seja, as distribuições da rentabilidade nas datas-base estudadas não são normais.

Tabela 2: Teste Kolmogorov-Smirnov para amostra total

Indicador	Amostra	Estatística	GL	Sig
RSPL 2016	56	,22	56	0,00**
RSPL 2017	56	,33	56	0,00**
RSPL 2018	56	,40	56	0,00**

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “GL” é o Grau de Liberdade, “Sig.” é a Significância, “RSPL 2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido na data-base 2016, “RSPL 2017” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido na data-base 2017, “RSPL 2018” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido na data-base 2018.

**significativo a 5%.

A partir dos resultados obtidos na Tabela 2, optou-se por utilizar os testes não paramétricos nas análises subsequentes. Inicialmente, realizou-se a Anova de Friedman com o objetivo de testar se existem diferenças significativas entre as rentabilidades das CTVM. Os resultados da Anova de Friedman estão exibidos na Tabela 3.

Tabela 3: Teste Anova de Friedman para amostra total

N	Estatística	GL	Significância	Decisão	Postos Médios		
					2016	2017	2018
56	7,44	2	0,02**	Rejeitar Ho	2,27	1,97	1,76

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade de CTVM da amostra e “GL” são os Graus de Liberdade.

**significativo a 5%.

A Tabela 3 mostra como resultado do teste 7,44 para 2 Graus de Liberdade. Adicionalmente, a significância foi 0,02. Com o resultado do teste, infere-se que há diferenças significativas entre as três datas-base em termos de rentabilidade média no nível de 5%. Os postos médios sugerem maior rentabilidade no ano de 2016, mas para identificar entre quais anos ocorre essa diferença significativa, é necessário efetuar três pós-testes, baseados no teste de postos com sinais de Wilcoxon, para comparar em pares as três subamostras de rentabilidades nas datas-base de dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018. Os resultados desses

testes constam da Tabela 4.

Tabela 4: Teste de postos com sinal de Wilcoxon para amostra total

N	Datas-Base	Dif. Positivas	Dif. Negativas	Empates	Est.	Sig.	Decisão
56	2016-2017	17	32	1	414	0,04**	Rejeitar Ho**
56	2016-2018	20	34	2	563,50	0,12	Não Rejeitar Ho
56	2017 - 2018	18	30	8	553,50	0,72	Não Rejeitar Ho

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade de CTVM da amostra, “Est.” é Estatística, “Sig.” é a Significância.

**significativo a 5%.

A Tabela 4 apresenta, para a comparação da rentabilidade no par de datas-base de dezembro de 2016 e dezembro de 2017, que a significância foi 0,04, indicando haver diferenças entre as referidas datas-base no nível de 5%. Para as comparações de rentabilidades nos demais pares de datas-base, não houve diferenças significativas nas rentabilidades da amostra.

Tem-se a rentabilidade como um indicador de quanto a empresa proporcionou de retorno sobre os recursos investidos pelos sócios ou acionistas, conforme a seção 2.2 deste trabalho e de acordo com Vieira et al. (2011). Sendo assim, os resultados indicam que as rentabilidades dessas instituições não tiveram retornos crescentes aos seus acionistas ao longo das três datas-base analisadas.

4.2 Análise de comparação entre a rentabilidade e o tipo de controle

Esta seção apresenta uma comparação entre a rentabilidade apurada de acordo com o tipo de controle das CTVM. Inicialmente, na Tabela 5, apresenta-se uma análise descritiva das rentabilidades das CTVM integrantes da amostra com Controle Nacional. Conforme a citada tabela, percebe-se que nas CTVM com Controle Nacional o coeficiente de variação apresentou os valores de -8,82, -3,42 e -3,42.

Tabela 5: Análise descritiva do RSPL de CTVM de Controle Nacional

Medidas Descritivas	RSPLCN2016	RSPLCN2017	RSPLCN2018
Média	-,02	-,21	-,21
Mediana	,01	,00	,00
Moda	,00	,03	,02
Desvio Padrão	,21	,73	,73
Mínimo	-,71	-4,32	-4,32
Máximo	,30	,18	,18
Coeficiente de variação	-8,82	-3,42	-3,42

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “RSPLCN2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Nacional na data base-2016 , “RSPLCN2017” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Nacional na data-base 2017, “RSPLCN2018” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Nacional na data-base 2018, CN é Controle Nacional.

Uma análise inferencial a respeito dos dados das rentabilidades das CTVM com controle nacional foi efetuada. Os resultados citados na Tabela 6 mostram que nenhum teste de normalidade apresentou significância maior do que 0,05, indicando a existência de distribuições não normais dos dados. Portanto, o resultado do Teste de Kolmogorov-Smirnov não indicou distribuição normal, optando-se, para fins de harmonização na comparação de resultados nas tabelas seguintes, pelo emprego da abordagem não paramétrica.

Tabela 6: Teste Kolmogorov-Smirnov por Controle Nacional

Indicador	Amostra	Estatística	GL	Sig.
RSPLCN2016	42	,22	42	0,00**
RSPLCN2017	42	,31	42	0,00**
RSPLCN2018	42	,38	42	0,00**

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “GL” é o Grau de Liberdade, “Sig.” é a Significância, “RSPLCN2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Nacional na data-base 2016 , “RSPLCN2017” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Nacional na data-base 2017, “RSPLCN2018” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Nacional na data-base 2018, CN é Controle Nacional.

**significativo a 5%.

Apurou-se na sequência o teste Anova de Friedman com o objetivo de verificar se existem diferenças significativas entre as rentabilidades das CTVM com Controle Nacional nas três datas-base. Os resultados estão exibidos na Tabela 7 e percebe-se que a hipótese nula foi rejeitada. Assim, não houve diferenças significativas entre as rentabilidades das CTVM com Controle Nacional considerando as três datas-base de dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018.

Tabela 7: Teste Anova de Friedman por Controle Nacional

N	Estatística	GL	Significância	Decisão	Postos Médios		
					2016	2017	2018
42	4,21	2	0,08	Rejeitar Ho	2,26	1,90	1,84

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade de CTVM da amostra com Controle Nacional, “GL” são os Graus de Liberdade.

A análise descritiva das CTVM com Controle Estrangeiro é exibida na Tabela 8. Os coeficientes de variação variam de 1,70 a 2,80 nas três datas-base analisadas.

Tabela 8: Análise descritiva do RSPL das CTVM de Controle Estrangeiro

Medidas Descritivas	RSPLCE2016	RSPLCE2017	RSPLCE2018
Média	,06	,05	,02
Mediana	,06	,04	,02
Moda	,07	,03	,01
Desvio Padrão	,07	,03	,04
Mínimo	-,07	,01	-,08
Máximo	,21	,13	,07
Coeficiente de variação	1,24	,70	1,80

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “RSPLCE2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Estrangeiro na data-base de 2016, “RSPLCE2017” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Estrangeiro na data-base de 2017, “RSPLCE2018” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM com Controle Estrangeiro na data-base de 2018, CE é Controle Estrangeiro.

Após a análise descritiva, observou-se, com base no teste de normalidade de Shapiro-Wilk com a subamostra de 14 CTVM com Controle Estrangeiro descrito na Tabela 9, que os resultados da significância não foram significativos a 5% em todas as datas-base. Constatou-se, portanto, que a distribuição da rentabilidade das CTVM com Controle Estrangeiro não é normal em todas as datas-base. Sendo assim, optou-se pelo uso de uma análise inferencial na sequência, que é baseada em testes não paramétricos.

Tabela 9: Teste Shapiro Wilk por Controle Estrangeiro

Indicador	Amostra	Estatística	GL	Sig.
RSPLCE2016	14	,93	14	0,36
RSPLCE2017	14	,90	14	0,13
RSPLCE2018	14	,85	14	0,03**

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade das CTVM da amostra, “GL” são os Graus de Liberdade.

**significativo a 5%.

Apurou-se na sequência o teste Anova de Friedman com o objetivo de verificar se existem diferenças significativas entre as rentabilidades das CTVM com Controle Estrangeiro nas três datas-base. Os resultados estão exibidos na Tabela 10, indicando, no nível de 5%, que houve diferenças significativas na rentabilidade das CTVM com Controle Estrangeiro. O posto médio na data-base de dezembro de 2016 foi 2,31 e na data-base de dezembro de 2018 foi 1,46.

Tabela 10: Teste Anova de Friedman por CTVM de Controle Estrangeiro

Postos Médios							
N	Estatística	GL	Significância	Decisão	2016	2017	2018
14	5,73	2	0,02**	Rejeitar Ho	2,31	2,19	1,50

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade de CTVM da amostra com Controle Estrangeiro, “GL” são os Graus de Liberdade.

**significativo a 5%.

A partir do resultado do teste de Wilcoxon, mostrado na Tabela 11, observou-se que o nível de significância foi de 5%. Então, quando se compara 2017 com 2018, observa-se que nenhuma CTVM teve a rentabilidade maior no ano de 2018 e 9 CTVM apresentaram rentabilidade maior no ano de 2017. A tabela também apresenta 5 CTVM que tiveram empate quando analisadas essas datas-base para a subamostra de CTVM de Controle Estrangeiro.

Tabela 11: Teste de postos com sinal de Wilcoxon por CTVM de Controle Estrangeiro

N	Datas - Base	Dif. Positivas	Dif. Negativas	Empates	Est.	Sig.	Decisão
14	2016-2017	4	7	3	29	0,72	Reter Ho
14	2016-2018	4	10	0	32	0,19	Reter Ho
14	2017-2018	0	9	5	0,00	0,00**	Rejeitar Ho**

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade de CTVM de Controle Estrangeiro da amostra, “Est.” é Estatística, “Sig.” é a Significância.

**significativo a 5%.

Após as comparações entre as rentabilidades das CTVM com Controle Estrangeiro, foram realizadas análises inferenciais baseadas no Teste U de Mann-Whitney para comparar as rentabilidades das CTVM com Controle Nacional e com Controle Estrangeiro em cada ano. Os resultados estão descritos na Tabela 12.

Tabela 12: Teste U de Mann-Whitney por tipo de controle

Ano	N	Posto Médio		Estatística	Significância	Decisão
		Nacional	Estrangeiro			
2016	56	25,87	32,65	333,50	0,17	Reter Ho
2017	56	24,88	35,77	374,00	0,02**	Rejeitar Ho
2018	56	26,63	30,23	302,00	0,47	Reter Ho

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade de CTVM da amostra, “Posto Médio” refere-se à média da soma de postos do grupo da amostra, “Nacional” refere-se à subamostra das CTVM com Controle Nacional, “Estrangeiro” refere-se à subamostra das CTVM com Controle Estrangeiro.

**significativo a 5%.

A partir do resultado exibido na Tabela 12, infere-se que nas datas-base de dezembro de 2016 e dezembro de 2018 as significâncias de dois testes U de Mann-Whitney indicaram valores superiores a 0,05. Dessa forma, não se rejeita para esses dois testes a hipótese nula de que não existem diferenças entre a rentabilidade das CTVM com Controle Nacional e com Controle Estrangeiro.

Adicionalmente, baseado na Tabela 12, apurou-se a rejeição da hipótese nula para o teste efetuado com os dados da data-base de dezembro de 2017. Assim, houve diferenças significativas entre a rentabilidade das CTVM nessa data-base. Os postos médios das rentabilidades das CTVM sugerem que a rentabilidade das CTVM com Controle Estrangeiro (posto médio de 35,77) é maior do que a rentabilidade das CTVM com Controle Nacional (posto médio de 24,88).

Os resultados encontrados para a data-base de dezembro de 2017 corroboram o argumento descrito na seção 2.1, baseado em Freitas (2011), o qual informa que a tendência de aumento da presença estrangeira nos sistemas financeiros faz parte da estratégia das instituições de substituir, como fonte de receita, as operações de crédito por serviços relacionados ao mercado de capitais. Entretanto, os resultados obtidos para as datas-base de dezembro de 2016 e dezembro de 2018 não corroboram o referido argumento, pois nessas duas últimas datas-base não houve diferenças significativas entre a rentabilidade das CTVM de Controle Estrangeiro e de Controle Nacional.

4.3 Análise da Comparação entre a Rentabilidade das CTVM Independentes com a Rentabilidade das CTVM Integrantes de Conglomerados

Esta seção apresenta uma comparação entre a rentabilidade das CTVM independentes e as integrantes de conglomerado. Inicialmente, na Tabela 13, apresenta-se uma análise descritiva das rentabilidades das CTVM integrantes da amostra de CTVM independentes. Conforme a citada tabela, percebe-se, para as CTVM independentes, que o coeficiente de variação apresentou os valores de -3,44, -3,05 e -0,10.

Tabela 13: Análise descritiva do RSPL de CTVM independentes

Medidas			
Descritivas	RSPLIND2016	RSPLIND2017	RSPLIND2018
Média	-,07	-,30	-,06
Mediana	,00	,00	,02
Moda	,07	,03	,02
Desvio Padrão	,24	,91	,30
Mínimo	-,71	-4,32	-1,15
Máximo	,30	,18	,31
Coeficiente de variação	-3,44	-3,05	-,10

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “RSPLIND2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM independentes na data-base de 2016, “RSPLIND2017” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM independentes na data-base de 2017, “RSPLIND2018” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM independentes na data-base de 2018, IND é Independente.

Depois da análise descritiva, observou-se, com base no teste de normalidade Shapiro-Wilk descrito na Tabela 14, que as 26 CTVM independentes não têm distribuição normal. Sendo assim, na sequência, optou-se pelo uso de uma análise inferencial baseada em testes não paramétricos.

Tabela 14: Teste de Shapiro-Wilk por CTVM independentes

Indicador	Amostra	Estatística	GL	Sig.
RSPLIND2016	26	0,90	26	0,01
RSPLIND2017	26	0,47	26	0,00**
RSPLIND2018	26	0,74	26	0,00**

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “GL” é o Grau de Liberdade, “Sig.” é a Significância, “RSPLIND2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM independentes na data-base de 2016, “RSPLIND2017” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM independentes na data-base de 2017, “RSPLIND2018” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM independentes na data-base de 2018, IND é Independente.

**significativo a 5%.

O Teste Anova de Friedman é realizado para verificar se existem diferenças significativas entre as datas-base dentro da mesma subamostra de CTVM independentes. Os resultados desse teste constam da Tabela 15. Verifica-se na tabela

que a significância foi superior a 5%. Dessa forma, não houve diferenças significativas entre as rentabilidades das CTVM independentes nas datas-base de dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018.

Tabela 15: Teste Anova de Friedman por CTVM independentes

N	Estatística	GL	Significância	Decisão	Postos Médios		
					2016	2017	2018
26	0,80	2	0,66	Não rejeitar Ho	2,14	1,90	1,95

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade CTVM independentes da amostra, “GL” são os Graus de Liberdade, “Posto Médio” refere-se à média da soma de postos do grupo da amostra.

**significativo a 5%.

Os resultados da análise descritiva das CTVM integrantes de conglomerados encontra-se na Tabela 16. Considerando as datas-base de dezembro de 2016 a dezembro de 2018, os respectivos coeficientes de variação apresentados são 2,00, -10,5 e -5,8.

Tabela 16: Análise descritiva do RSPL de CTVM integrantes de conglomerados

Medidas descritivas	RSPLCON2016	RSPLCON2017	RSPLCON2018
Média	,05	-,02	-,25
Mediana	,05	,03	,01
Moda	,04	,06	,03
Desvio Padrão	,10	,21	1,45
Mínimo	-,31	-,31	-7,82
Máximo	,61	,30	,27
Coeficiente de variação	2,00	-10,5	-5,8

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “RSPLCON2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM integrantes de conglomerados na data-base de 2016, “RSPLCON2017” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM integrantes de conglomerados na data-base de 2017, “RSPLCON2018” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM integrantes de conglomerados na data-base de 2018, CON é Conglomerado.

Após a análise descritiva, observou-se, com base nos testes de normalidade na Tabela 17 apresentando significância inferior a 5%, que a rentabilidade das 30 CTVM integrantes de conglomerado não apresentaram distribuição normal. Sendo

assim, na sequência, optou-se pelo uso de uma análise inferencial baseada em testes não paramétricos.

Tabela 17: Teste Shapiro-Wilk por CTVM integrantes de conglomerados

Indicador	Amostra	Estatística	GL	Sig.
RSPLCON2016	30	,90	30	0,01**
RSPLCON2017	30	,54	30	0,00**
RSPLCON2018	30	,22	30	0,00**

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “GL” é o Grau de Liberdade, “Sig.” é a Significância, “RSPLCON2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM integrantes de conglomerados na data-base de 2016, “RSPLCON2017” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM integrantes de conglomerados na data-base de 2017, “RSPLCON2018” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM integrantes de conglomerados na data-base de 2018, CON é Conglomerado.

**significativo a 5%.

O Teste Anova de Friedman é realizado para verificar se existem diferenças significativas entre as datas-base dentro da mesma subamostra de CTVM integrantes de conglomerados. Os resultados desse teste constam da Tabela 18. Verifica-se na tabela que a significância foi inferior a 5%. Assim, houve diferenças significativas entre as rentabilidades das CTVM independentes nas datas-base de dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018. O posto médio na data-base de dezembro de 2016 foi 2,38 e na data-base de dezembro de 2018 foi 1,59.

Tabela 18: Teste Anova de Friedman por integrante de conglomerado

N	Estatística	GL	Significância	Decisão	Postos Médios		
					2016	2017	2018
30	9,852	2	0,00**	Rejeitar Ho	2,38	2,03	1,59

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade de CTVM da amostra integrantes de conglomerado, “GL” são os Graus de Liberdade. “Posto Médio” refere-se à média da soma de postos do grupo da amostra.

**significativo a 5%.

A partir do resultado do Teste de Wilcoxon, observou-se que o nível de

significância foi de 5%. Então, quando se compara 2016 com 2017, observa-se que 18 CTVM tiveram rentabilidade maior no ano de 2016 e apenas 9 delas apresentaram resultado positivo no ano de 2017, conforme a tabela 19.

Tabela 19: Teste de postos com sinal de Wilcoxon por CTVM integrante de conglomerado

N	Datas - Base	Dif. Positivas	Dif. Negativas	Empates	Est.	Sig.	Decisão
30	2016-2017	9	18	3	107	0,04**	Rejeitar Ho**
30	2016-2018	8	21	1	109	0,01**	Rejeitar Ho**
30	2017 - 2018	6	17	7	85	0,10	Reter Ho

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: "N" é a quantidade de CTVM da amostra integrantes de conglomerado, "Est." é Estatística, "Sig." é a Significância.

**significativo a 5%.

A partir do resultado exibido na Tabela 19, verificou-se que as significâncias de dois testes U de Mann-Whitney indicaram valores superiores a 0,05 ao comparar o par de datas-base de dezembro de 2016 e dezembro de 2017 e ao comparar as datas-base de dezembro de 2016 e dezembro de 2018. Dessa forma, rejeita-se nos dois testes a hipótese nula de que não existem diferenças entre a rentabilidade das CTVM com Controle Nacional e com Controle Estrangeiro

A análise do Teste de Wilcoxon identifica que o ano de 2016 em relação aos demais teve melhor desempenho, visto que a rentabilidade da data-base de dezembro de 2016 apresenta diferenças significativas em relação às rentabilidades nas demais datas-base.

Para comparar as CTVM independentes com as com as integrantes de conglomerado, é necessário realizar o teste U de Mann-Whitney, conforme a tabela 20.

Tabela 20: Teste U de Mann-Whitney por independência ou integrante de conglomerado

Ano	N	Posto Médio		Estatística	Significância	Decisão
		Conglomerado	Independente			
2016	56	31,76	22,56	239	0,03	Rejeitar Ho*
2017	56	30,34	24,20	280	0,12	Reter Ho
2018	56	26,93	28,16	379	0,74	Reter Ho

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “N” é a quantidade de CTVM da amostra, “Posto Médio” refere-se à média da soma de postos do grupo da amostra, “Conglomerado” refere-se à subamostra de CTVM integrantes de conglomerado, “Independente” refere-se à subamostra de CTVM independentes.

**significativo a 5%.

Com base nos resultados do teste, é possível inferir que no ano de 2016 o posto médio das CTVM de conglomerado foi de 31,76, enquanto o posto médio das CTVM independentes foi de 22,56. Assim, pode-se perceber que a rentabilidade do fator conglomerado fez diferença apenas na data-base de dezembro de 2016. Os resultados da significância, em geral, indicam que o efeito do conglomerado não fez diferença em relação à rentabilidade nos anos de 2017 e 2018.

Conforme os estudos abordados na seção 2.2, empresas grandes pertencentes a conglomerados geralmente apresentam custos mais elevados, têm acesso aos melhores produtos e clientes com grande patrimônio e, ainda assim, em grande parte dos casos, esses investidores poderiam encontrar ofertas melhores em plataformas de CTVM independentes, como constatado nos estudos de Gomes (2018). Esse fato corrobora a literatura, trazendo diferenças significativas apenas no ano de 2016 na rentabilidade das CTVM.

4.4 Análise da associação entre a rentabilidade e o porte das CTVM

Esta seção busca verificar a existência ou não de associação entre a rentabilidade e o porte das CTVM. Para tal fim, faz-se necessário entender, inicialmente, que a partir dos resultados apresentados na seção 4.1, as distribuições da rentabilidade nos três anos não foram normais e que todos os resultados apresentados usaram a abordagem não paramétrica.

Dessa forma, optou-se por utilizar a correlação de Spearman, não de Pearson.

Nesse caso, a hipótese nula consistiu na inexistência de correlação entre o porte e o RSPL em cada data-base e a hipótese alternativa na existência de uma correlação entre as variáveis. A Tabela 21 apresenta os resultados da correlação em cada data-base, também considerando o total da amostra de 56 CTVM.

Tabela 21: Correlação de Spearman por porte

Amostra considerada			RSPL	PORTE
RSPL2016	PORTE2016	Coeficiente de correlação	1,00	
		Sig.	0,23	-,30*
		N	56	
RSPL2017	PORTE2017	Coeficiente de correlação	1,00	
		Sig.	0,34	-,11
		N	56	
RSPL2018	PORTE2018	Coeficiente de correlação	1,00	
		Sig.	0,35	-,12
		N	56	

Fonte: dados da pesquisa.

Observação: “RSPL2016” é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM na data-base 2016, RSPL2017’ é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM na data base 2017, ‘RSPL2018 é Retorno Sobre o Patrimônio Líquido para as CTVM na data base 2018, sig. é significância, N é o número de bancos considerados.

*significativo a 10%.

Para o total de CTVM da amostra, a Tabela 21 mostra que a correlação entre o porte de cada data-base e o RSPL mostrou-se negativa e não foi significativa. Observaram-se na Tabela 20 correlações negativas, porém não foram significativas. A correlação para a rentabilidade e o porte das CTVM no ano de 2017 apresentou o coeficiente negativo de 0,11. O coeficiente de correlação observado para o ano de 2018 para o a amostra foi negativo de 0,12.

Os resultados encontrados indicam que não existe uma correlação entre o porte e a rentabilidade nos anos analisados da amostra. O estudo de variáveis como porte já existe na literatura, em especial aplicada ao estudo em bancos (ALVES; MACHADO FILHO; ROCHA, 2015). Assim, entende-se que os resultados apresentados contribuem para a análise da eventual associação entre porte e

rentabilidade em CTVM, e de uma maneira geral, da associação entre o porte e a rentabilidade de outros segmentos de instituições atuantes no SFN.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este capítulo apresenta as conclusões e recomendações deste estudo, que teve o objetivo geral de investigar a rentabilidade das CTVM nos períodos de junho de 2016 a junho de 2018. Tratou-se de um estudo descritivo com abordagem quantitativa. Com base no referencial teórico e na realização de pesquisa empírica, foi possível atender o objetivo geral e os objetivos específicos desta pesquisa propostos nas seções 1.3 e 1.4.

A amostra intencional abrangeu 56 CTVM, selecionadas a partir do relatório divulgado trimestralmente pelo Banco Central com informações das instituições que estejam em operação normal. As datas-base analisadas foram de dezembro de 2016, dezembro de 2017 e dezembro de 2018. Para atender o objetivo geral citado no parágrafo anterior, buscou-se cumprir individualmente os objetivos específicos explicitados na seção 1.4, conforme descrito na sequência.

O primeiro objetivo específico foi apurar a rentabilidade do RSPL de cada CTVM no período de 2016 a 2018. Esse objetivo específico foi atendido, indicando a rentabilidade com base no RSPL apresentado no Apêndice 1 e na seção 4.1, na Tabela 1 correspondente a análise descritiva dos resultados. De forma complementar, apurou-se, no geral, que houve diferenças significativas na rentabilidade da data-base de dezembro de 2016 e a rentabilidade da data-base de dezembro de 2017, com base nas Tabelas 3 e 4.

O segundo objetivo específico foi comparar a rentabilidade apurada de acordo com o tipo de controle das CTVM. Esse objetivo foi atendido no capítulo 4, na seção 4.2, por meio da aplicação da estatística descritiva e por testes não paramétricos. Os resultados encontrados através da aplicação de estatística inferencial com base nos testes U de Mann-Whitney, exibidos na Tabela 12, apontaram indícios de que existem diferenças entre a rentabilidade de CTVM com Controle Estrangeiro e Nacional da amostra na data-base de dezembro de 2017.

O terceiro objetivo específico foi comparar a rentabilidade das CTVM independentes com a rentabilidade das CTVM integrantes de conglomerados. Essa comparação foi apresentada na seção 4.3 deste trabalho e pela Tabela 19, complementada pelos Testes de Postos com Sinal de Wilcoxon. Os resultados obtidos indicam diferenças para as CTVM integrantes de conglomerados de 2016-2017 e para 2016-2018, num nível de significância de 5% nesses períodos. Por esse motivo, foi

aplicado o Teste U de Mann-Whitney, que apontou que o fator conglomerado fez diferença apenas na data-base de dezembro de 2016 e não se destacou como variável determinante de diferença em comparação às CTVM independentes no que tange à rentabilidade nas demais datas-base.

O quarto objetivo específico consistiu em verificar a associação entre a rentabilidade e o porte das CTVM no período de 2016 a 2018. A associação entre o porte e a rentabilidade das CTVM no período analisado e a análise dos dados que melhor evidencia esta associação foi feita por meio da Correlação de Spearman apresentada na seção 4.4 dos Resultados e foi sintetizada na Tabela 21. Para o total de CTVM da amostra, a correlação entre o porte e o RSPL mostrou-se negativa e não foi significativa. No entanto, de maneira geral não houve associação entre a rentabilidade e o porte, considerando o nível de significância de 5%.

O atendimento aos objetivos específicos permitiu responder o objetivo geral desta pesquisa. Em geral, houve diferenças significativas na rentabilidade das CTVM apuradas na data-base de dezembro de 2016 e a rentabilidade dessas mesmas corretoras apuradas na data-base de dezembro de 2017. Em dezembro de 2016, houve diferenças entre a rentabilidade das corretoras independentes e integrantes de conglomerados. Já em dezembro de 2017, houve diferenças entre a rentabilidade de CTVM com Controle Estrangeiro e com Controle Nacional. Considerando as CTVM da amostra em cada data-base, a correlação entre os portes e o RSPL foram negativas, mas de uma maneira geral não foram significativas.

Este estudo pode contribuir para o estudo da concorrência no mercado financeiro brasileiro. Adicionalmente, espera-se que os resultados da pesquisa contribuam para gestores de CTVM, acionistas, reguladores e fiscalizadoras (como Banco Central e Comissão de Valores Mobiliários), clientes, usuários e acadêmicos interessados em aprofundar pesquisas no tema a melhor entender a rentabilidade das CTVM.

Este trabalho aproveitou a oportunidade de utilizar os dados coletados trimestralmente e disponibilizados pelo BCB a partir de dezembro de 2016. Portanto, os resultados desta pesquisa não devem ser extrapolados para outros períodos nem para outras CTVM que não participaram do estudo.

Como agenda de pesquisas futuras, recomenda-se recriar a análise com dados de dois ou mais anos seguidos ou ainda abrangendo outras instituições financeiras. Outra recomendação é auferir a correlação entre o número de clientes de cada

instituição considerando a localização geográfica e a rentabilidade.

REFERÊNCIAS

ALVES, Carlos André de Melo; MACHADO FILHO, Cláudio Antônio Pinheiro; ROCHA, Sérgio Rodrigues. Análise das Características Pertinentes às Ouvidorias Considerando Porte, Tipo de Controle e Tipo de Listagem de Instituições Bancárias no Brasil. **Revista Economia & Gestão**, Belo Horizonte, v. 15, n. 38, jan/mar 2015.

ANDRADE, Diogo Bomilcar. **Competição de Corretoras de Valores Mobiliários e a Influência das Mudanças Tecnológicas na Redução dos Ganhos Extraordinários**. São Paulo, 2017. 32 p. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012. 400 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **IF.data. Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/ifdata/>> Acesso em: 5 abr. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Quantitativo de instituições por segmento. Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/deorf/d201803/Quadro%2001%20-%20Quantitativo%20de%20institui%C3%A7%C3%B5es%20por%20segmento.pdf>> Acesso em: 2 nov. 2019.

BERGER, Allen N. Competition from Large, Multimarket Firms and the Performance of Small, Single-Market Firms: Evidence from the Banking Industry. **Journal Of Money, Credit and Banking**, v. 39, p. 331-368, 03 jan. 2007.

BRASIL. Lei n. 4.537, de 16 de junho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, 17 de julho de 1964.

BRASIL. Lei n. 4.595/64, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, 31 de dezembro de 1964.

BRASIL. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial da União**.

BRASIL. Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil e Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários. Decisão-Conjunta nº 17. **Diário Oficial da União**. Decisão Conjunta n. 17, 04 mar. 2009.

BRITO, Osias. **Mercado Financeiro**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. 408 p.

CARDOSO, Marcelo; AZEVEDO, Paulo F.; BARBOSA, Klebio. Concorrência no Setor Bancário Brasileiro: Bancos Individuais versus Conglomerados Bancários. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 46, n. 1, p. 113-146, abr. 2016.

CARNEIRO, Murilo; SALGADO JUNIOR, Alexandre Pereira; MACORIS, Lucas Serrão. Avaliação da Eficiência Bancária por meio da Abordagem de Intermediação: Uma Análise Comparativa de Instituições Financeiras Brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, São Paulo, v. 85, n. 3, p. 336-359, 31 jan. 2017. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S141323112016000300336&script=sci_abstract&lng=pt> Acesso em: 5 abr. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Corretoras e Distribuidoras. CVM: Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/corretoras/corretoras_dist.html> Acesso em: 1 nov. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **História do Mercado de Capitais. Portal do Investidor**. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html> Acesso em: 1 nov. 2019.

DE OLIVEIRA, M. L; ALVES, C. A. M. Governança Corporativa e Remuneração de Administradores: análise considerando porte, tipo de controle e tipo de listagem de bancos no Brasil. **Universitas Gestão e TI**, Brasília, v. 6, n. 1, p. 65-76, jan/jun 2016.

FERNANDES, Antônio Alberto Grossi. **O Sistema Financeiro Nacional Comentado**. São Paulo: Saraiva, 2009.

FERREIRA, Alceu Conceição; ALVIM, Valdir; RAMPINELLI, Waldir J. (Org.). **A Trama da Privatização: A Reestruturação Neoliberal do Estado**. Florianópolis: Insular, 2.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 18. ed. São Paulo: Qualitymark, 2010. 1024 p.

FREITAS, Maria Penido Cristina. A Internacionalização do Sistema Bancário Brasileiro. **Textos para discussão**, Brasília, p. 84, jan 2011. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1337/1/TD_1566.pdf> Acesso em: 1 nov. 2019.

GABRIEL, F.; ASSAF NETO, A.; CORRAR, L.J. O impacto do fim da correção monetária no retorno sobre o patrimônio líquido dos bancos no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 40, n. 1, p. 44-54, 2005.

GOMES, Fátima Rocha. A Bolsa de Valores brasileira como fonte de informações financeiras. **Perspectiva em Ciência da Informação**, Belo Horizonte, v. 2, n. 2, p. 189-202, jul/dez 1997.

GOMES, J. S. **Investimentos**: Corretoras atreladas a bancos ou independentes. Palhoça, 2018. 36 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Econômicas) - Universidade do Sul de Santa Catarina.

HAWKINS, John; MIHALJEK, Dubravko. The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability. **BIS Papers**, v. 4, 2001.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2009.

MAKLER, Harry M; NESS JR, Walter L. How financial intermediation challenges national sovereignty in emerging markets. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 42, n. 5, p. 827-851, 2002.

MALLMAN, Tatiana. **O que são e como funcionam as Corretoras de Valores. London Capital**. Disponível em: <<https://londoncapital.com.br/blog/o-que-sao-e-como-funcionam-as-corretoras-de-valores/>> Acesso em: 2 mai. 2019.

MARTINS, N. S; ALVES, C. A. M. Responsabilidade Social Corporativa, Reclamações e Retorno sobre o Patrimônio Líquido: estudo em bancos atuantes no Brasil no segundo semestre de 2014. **Revista Metropolitana de Sustentabilidade**, São Paulo, v. 8, n. 2, p. 21-32, mai/ago 2018.

MENDONÇA NETO, J. F. **História recente de grandes grupos econômicos brasileiros**. Campinas, 2016. 47 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Econômicas) - Universidade Estadual de Campinas.

MINELLA, A. C. Globalização financeira e as associações de bancos na América Latina. **Civitas**, Rio Grande do Sul, v. 3, n. 2, p. 245-272, jul/dez 2003.

MINELLA, A. C. Maiores bancos privados no Brasil: um perfil econômico e sociopolítico. **Sociologias**, Porto Alegre, n. 18, p. 100-125, jul/dez 2007.

NEIVA, P. **Estrutura de poder e processo decisório na regulamentação do sistema financeiro nacional**: uma proposta de análise sob a perspectiva da não-decisão. Brasília, 1995. Dissertação (Mestrado em Ciência Política) - Universidade de Brasília, 1996.

PEREIRA, A. G. V. **Consolidação Bancária e a Performance dos Bancos Pequenos no Brasil**. São Paulo, 2014. 62 p. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas, 2014.

PIMENTEL, R. C; BRAGA, R; CASA NOVA, S. P. C. Interação entre Rentabilidade e Liquidez: um estudo exploratório. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, p. 83-98, 2005.

PINHEIRO, Juliano. **História da Bolsa de Valores. LinkedIn**. 2018. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/pulse/hist%C3%B3ria-da-bolsa-de-valores-juliano-pinheiro/>>. Acesso em: 1 nov. 2019.

ROGERS, D et al. Análise dos Índices Econômico-financeiros das Demonstrações Contábeis da Companhia Siderúrgica de Tubarão em Diferentes Normas (IFRS, US GAAP e BR GAAP). In: SEMEAD, IX. 2006. Disponível em: <http://sistema.semead.com.br/9semead/resultado_semead/trabalhosPDF/251.pdf> Acesso em: 27 abr. 2019.

TEIXEIRA, N. G. O Sistema Financeiro do Brasil e o Capital Estrangeiro. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 14, n. 1, 16 abr. 1984.

VIEIRA, C. B. H et al. Índices de Rentabilidade: um estudo sobre os indicadores ROA, ROI e ROE de empresas do subsetor de tecidos, calçados e vestuários listadas na BOVESPA. In: CONVIBRA ADMINISTRAÇÃO, VIII. 2011. 2011. 14 p.

WERNKE, Rodney. **Gestão Financeira**: ênfase em aplicações e casos nacionais. 1.

SAMPIERI, R. H, COLLADO, C. F; LUCIO, P. B. Metodologia de Pesquisa 3. Ed. São Paulo: McGraw Hill, 2006.ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

Apêndice 1 – Quadro Amostra Completa

CORRETORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIARIOS	CONGLOMERADO	TIPO DE CONTROLE	ATIVOS TOTAIS
XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CâMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S/A	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	14006818
UNILETRA CORRETORA DE CâMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	9172
UM INVESTIMENTOS S.A. CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	74497
UBS BRASIL CORRETORA DE CâMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	756896
TULLETT PREBON BRASIL S.A. CORRETORA DE VALORES E CâMBIO.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	170603
SOLIDUS S.A. CORRETORA DE CâMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	32309
SOLIDEZ - CORRETORA DE CâMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	105055
SOCOPA SOCIEDADE CORRETORA PAULISTA S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	266608
SLW CORRETORA DE VALORES E CâMBIO LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	30579
SITA SOCIEDADE CORRETORA DE CâMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	116974
SENSO CORRETORA DE CâMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	40789
SANTANDER CORRETORA DE CâMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	1012984

RJI CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	1508
PROSPER S/A CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	0
POSITIVA CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	1480
PLANNER CORRETORA DE VALORES S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	158774
PILLA CORRETORA DE VALORES MOBILIÁRIOS E CÂMBIO LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	6171
OLIVEIRA FRANCO SOCIEDADE CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	17078
NOVINVEST CORRETORA DE VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	42868
NOVA FUTURA CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	87433
MUNDINVEST S.A. — CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	66256
MORGAN STANLEY CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	2611408
MIRAE ASSET WEALTH MANAGEMENT (BRAZIL) CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	465759
MERRILL LYNCH S.A. CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	615009
MERCANTIL DO BRASIL CORRETORA S.A. — CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	27314
MAXIMA S.A. CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	34582
MAGLIANO S.A. CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	26353
LEVYCAM — CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	5098

LEROSA S.A. CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	104229
J.P. MORGAN CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	1688524
ITAÚ CORRETORA DE VALORES S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	3855670
ING CORRETORA DE CÂMBIO E TÍTULOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	340732
INFINITY CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	6912
ICAP DO BRASIL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	333335
HOYA CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	2877
HAITONG SECURITIES DO BRASIL CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	108262
H.H. PICCHIONI S.A. CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	56513
GUIDE INVESTIMENTOS S.A. CORRETORA DE VALORES.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	291430
GOLDMAN SACHS DO BRASIL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	465977
FATOR S.A.— CORRETORA DE VALORES.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	60339
EUROINVEST S.A. CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	2911
ELITE CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	75088
EASYNVEST — TÍTULO CORRETORA DE VALORES S.A.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	486626

CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CORRETORA DE VALORES S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	1184920
CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A. CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	1325430
CORRETORA GERAL DE VALORES E CÂMBIO LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	18627
COINVALORES CORRETORA DE CÂMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	63348
CM CAPITAL MARKETS CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	44962
CITIGROUP GLOBAL MARKETS BRASIL, CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	826359
CGD INVESTIMENTOS CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO COM CONTROLE ESTRANGEIRO	122056
BTG PACTUAL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	1078938
BRASIL PLURAL CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	699934
BRADESCO S.A. CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	3849735
BR PARTNERS CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	5531
BANRISUL S.A.— CORRETORA DE VALORES MOBILIÁRIOS E CÂMBIO.	CONGLOMERADO	PUBLICO	116559
ATIVA INVESTIMENTOS S.A. CORRETORA DE TÍTULOS, CÂMBIO E VALORES.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	437440
AMARIL FRANKLIN CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES LTDA.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	20402

ALFA CORRETORA DE CâMBIO E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	261871
ALBATROSS CORRETORA DE CâMBIO E VALORES S.A.	INDEPENDENTE	PRIVADO NACIONAL	10667
ÁGORA CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.	CONGLOMERADO	PRIVADO NACIONAL	842585

Fonte: dados da pesquisa.

Apêndice 2 – Testes Estatísticos do Estudo

Nome do Teste	Descrição	Aplicação Proposta
Teste de Shapiro-Wilk	Teste para verificar se a distribuição de escores é significativamente diferente de uma distribuição normal. Um valor significativo indica um desvio de normalidade, mas esse teste é afetado por amostras grandes nas quais pequenos desvios da normalidade geram resultados significativos.	Utilizado em subamostras menores do que 30 para determinar se os testes estatísticos subsequentes a serem realizados serão paramétricos ou não paramétricos para a amostra.
Teste de Kolmogorov-Smirnov	Teste para observar a máxima diferença absoluta entre a função de distribuição acumulada assumida para os dados, que no caso é a Normal, e a função de distribuição dos dados.	Utilizado em subamostras maiores do que 30 para determinar se os testes estatísticos subsequentes a serem realizados serão paramétricos ou não paramétricos para a amostra.
Teste U de Mann-Whitney	O teste pode ser usado para testar se dois grupos independentes foram extraídos de uma mesma população quando são obtidas mensurações ordinais para as variáveis estudadas. Alternativa útil para o teste paramétrico t.	Testar as hipóteses nas datas-base, abrangendo comparações das CTVM entre o tipo de controle e se é integrante ou não de conglomerados.
Análise de Variância de dois fatores de Friedman por postos (Anova de Friedman)	Determina se os totais dos postos para cada condição ou variável diferem significativamente dos valores que seriam esperados devido ao acaso. Quando os dados de k amostras estão pelo menos em uma escala ordinal, o teste é usado para verificar a hipótese nula de que as k amostras tenham sido extraídas da mesma população.	Testar as hipóteses nas datas-base, abrangendo comparações das CTVM nacionais e estrangeiras e se são integrantes ou não de conglomerados.
Teste de Postos com sinal de Wilcoxon	Inferir mais peso a um par que mostra uma diferença grande entre as duas condições do que a um par com uma diferença pequena. Teste útil para se afirmar qual membro de um par é "maior do que" e ordenar as diferenças de acordo com seus tamanhos absolutos.	Empregado como pós-teste após serem verificadas diferenças significativas com base nas análises baseadas na Anova de Friedman.
Teste de Correlação de Spearman	A correlação de Pearson avalia a relação linear entre duas variáveis contínuas. Uma relação é linear quando a mudança em uma variável é associada a uma mudança proporcional na outra variável.	Testar a hipótese de relação entre a rentabilidade e o porte, abrangendo a comparação entre a rentabilidade das CTVM e o porte nas datas-base.

Fonte: dados da pesquisa.

Apêndice 3 – Tabela RSPL 2016, 2017 e 2018

Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	RSPL 2016	RSPL 2016	RSPL 2016
C1	0,05	0	-0,02
C2	0,24	0,14	0,01
C3	0,04	-0,05	0,02
C4	0	0,02	0,01
C5	0,02	0,02	0,03
C6	0,01	0,02	0,02
C7	0,17	0,07	0,01
C8	0,05	0,01	0,02
C9	0,07	-0,06	-0,09
C10	0,11	0,09	0,08
C11	0,01	0,03	0,03
C12	0,06	0,03	0
C13	0	-0,03	-0,08
C14	0,15	0	0,09
C15	0,04	0,04	0,01
C16	0,21	0,13	-0,08
C17	0,3	0,16	0,06
C18	0,06	0,03	-0,03

Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	RSPL 2016	RSPL 2016	RSPL 2016
C19	0,11	-4,32	0,02
C20	-0,31	-0,86	0,27
C21	0,08	0,08	0,05
C22	-0,03	-0,05	0,11
C23	-0,02	0,02	0,01
C24	-0,2	-0,21	-0,58
C25	-0,17	0,07	-0,22
C26	0,07	0,06	0,04
C27	0,13	0,14	0,17
C28	0,07	0,05	0,04
C29	0,11	-0,34	0,31
C30	-0,1	-0,02	0,02
C31	-0,11	-0,14	-0,27
C32	-0,03	0,06	-0,11
C33	0	0,03	-0,03
C34	0,03	0,07	0,07
C35	0,04	0,03	0,02
C36	0,07	0,06	0,06
C37	0,03	0,03	0,02
C38	0,01	0,09	0

Corretora de Títulos e Valores Mobiliários	RSPL 2016	RSPL 2016	RSPL 2016
C39	-0,25	-0,49	-0,12
C40	0	-0,04	0,14
C41	-0,49	-0,32	-1,15
C42	0,15	-0,15	-0,05
C43	-0,01	-0,77	0
C44	-0,54	-0,15	0,11
C45	0,17	0,01	0,01
C46	-0,05	0,18	0,08
C47	0,07	0,04	0,22
C48	-0,71	-1,53	-0,51
C49	0	0,04	-0,1
C50	0,04	0,04	0,02
C51	-0,07	0,01	0,01
C52	-0,28	0	0,23
C53	0,3	-0,63	-7,82
C54	0,09	0,08	0,01